

联合光伏 (686 HK, HK\$0.72, 目标价: HK\$0.82, 买入) — 栉风沐雨, 砥砺前行

- ❖ **发电表现随装机容量稳步增长。**联合光伏于16年上半年录得发电量551吉瓦时,较去年同期增长66%。发电量增长主要来源于装机容量实现增长。截止16年上半年,公司并表装机容量已达912兆瓦,较15年同期532兆瓦高71%。同比来看,电力销售营收增长59.8%至4.52亿元(人民币,下同);运营开支增速较慢,增长45.1%至1.03亿,致使EBITDA利润率上升8.2个百分点,EBITDA也因此增长77.2%自15年上半年2.12亿至3.76亿。受财务成本及电站折旧快速增加影响,上半年净利润同比仅增长2.5%至2.49亿。
- ❖ **未来扩张依赖债务结构及现金流。**由于联合光伏将可转债融得资金用作项目开发股本资金,在人民币快速贬值下财务成本压力上升,致使上半年净利润增速受较大影响。截止上半年,公司合计持有可转债34.8亿元,占总息负债比例36.2%。10月份公司将会有10亿可转债到期,我们预期这或将是联合光伏调整债务结构的,降低财务成本的时机。此外,根据管理曾透露,联合光伏持有14.4亿元电费应收账款,其中14纳入国家第六批可再生能源项目补贴清单。该清单已通过国家财政部核准,光伏行业预期电费补贴应收可以在年内获得回收,这将极大缓解联合光伏目前所面临的项目开发融资压力。
- ❖ **熊猫电站: 开启全球光伏协作篇章。**联合光伏与联合国开发计划署在9月1日共同发起了熊猫电站计划。计划将会以设计成熊猫样式,坐落于山西大同的50兆瓦光伏电站项目作为起始。该项目由联合光伏独资。除鼓励青少年增进绿色能源认知外,公司期望通过熊猫电站计划与技术领先的光伏上游厂商发展协作关系。熊猫电站或将成为联合光伏与国内外光伏上游制造商共同进军海外市场的机遇。
- ❖ **下调目标价至0.82港元。**鉴于较慢的装机容量以及净利润增速,以及目前较高成本的负债结构,我们将联合光伏的年预测装机增速从800兆瓦下调至300兆瓦。我们认为负债结构的调整将是公司实现可持续发展的关键。随市场情绪改变,我们一并将DCF模型beta值从1.57调降至1.48,并将市场风险溢价从10.2%调低是9.6%。我们的FY16E-FY17E盈利预测也因此分别下调73.6%及85.7%至人民币8,600万及8,500万,2018年净利预测为人民币1.09亿元。基于上述模型及盈利预测变更,我们将目标价从每股0.95港元下调至0.82港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(人民币百万)	379	631	915	1,550	1,867
净利润(人民币百万)	252	361	86	85	109
每股收益(人民币元)	6.17	7.96	1.80	1.76	2.26
每股收益变动(%)	N/A	128.00	(77.30)	(2.60)	28.70
市盈率(x)	11.7	9.0	39.9	41.0	31.8
市帐率(x)	2.2	1.6	1.5	1.5	1.4
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	17.50	17.00	3.80	3.60	4.40
淨财务杠杆率(%)	183.70	303.50	380.60	448.20	525.20

来源:公司,招銀国际预测

联合光伏 (686HK)

评级	买入
收市价	HK\$0.72
目标价	HK\$0.82
市值(港币百万)	3,484
过去3个月平均交易(港币百万)	6.8
52周高/低(港币)	0.92/0.52
发行股数(百万)	4,839
主要股东	招商新能源(24.1%)

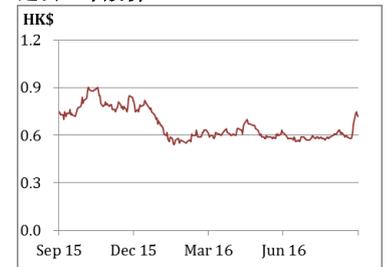
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	21.7%	15.3%
3月	17.7%	5.6%
6月	19.7%	0.8%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	379	631	915	1,550	1,867
電力銷售	125	175	243	411	495
電價調整	255	455	673	1,140	1,372
運營成本	(102)	(150)	(198)	(226)	(255)
息稅折舊前利潤	277	480	717	1,325	1,613
折舊及攤銷	(145)	(242)	(289)	(458)	(558)
合營企業收購成本	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
運營利潤	130	233	423	861	1,050
業務合併之議價購買	36	214	4	-	-
公允值調整	462	238	354	95	-
淨融資成本	(144)	(349)	(800)	(864)	(928)
聯營公司利潤	15	4	12	12	12
其它調整	-	33	107	-	-
所得稅前利潤	499	373	100	104	134
所得稅費用	(0)	-	-	(5)	(10)
已終止虧損業務	(238)	-	-	-	-
少數股東權益	(8)	(13)	(13)	(14)	(15)
淨利潤	252	361	86	85	109
核心利潤	(7)	(125)	(378)	(10)	109

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	6,316	9,537	11,927	13,612	15,373
物業、廠房及設備	4,581	7,420	9,710	11,821	13,734
其它應收賬款、按金及預付款	454	741	819	987	1,146
聯營公司投資	291	305	327	349	371
無形資產	989	950	950	333	-
其它	0	121	121	121	121
流動資產	852	3,432	3,427	4,378	4,904
現金及現金等價物	213	947	1,027	1,454	1,453
受限制現金	18	206	194	266	383
存貨	1	1	1	1	1
應收賬款及電價調整款項	363	1,228	1,761	2,196	2,600
其它應收賬款、按金及預付款	101	770	164	181	188
其它應收賬款、按金及預付款	156	279	279	279	279
流動負債	2,268	3,557	3,859	6,889	6,166
銀行及其他借款	504	704	2,149	2,951	4,244
可換股債券	-	924	-	2,293	325
應付賬款	0	90	90	90	90
其它應付款項及應計費用	1,678	1,793	1,595	1,545	1,497
其它應付款項及應計費用	86	47	25	10	10
非流動負債	3,416	7,183	9,089	8,595	11,482
銀行及其它借款	1,627	4,306	5,609	7,702	11,077
可換股債券	826	1,987	2,618	-	-
遞延政府補助	4	4	4	4	4
遞延稅項負債	246	282	314	346	378
其它	713	604	544	544	24
少數股東權益	44	105	118	132	148
淨資產	1,440	2,125	2,287	2,372	2,482
股東總權益	1,440	2,125	2,287	2,372	2,482

来源：公司、招银国际预测

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前利潤	499	373	100	104	134
折舊及攤銷	145	242	289	458	558
融資成本	144	349	800	864	928
運營資本變動	(108)	(661)	(729)	(485)	(452)
稅務開支	0	-	-	(5)	(10)
其它	(458)	(192)	(197)	(148)	(135)
經營活動所得現金流	221	112	263	789	1,023
資本開支	(3,457)	(3,081)	(2,579)	(2,570)	(2,470)
其它	2,527	(87)	394	-	(326)
投資活動所得現金流	(930)	(3,168)	(2,185)	(2,570)	(2,796)
股票發行	636	300	48	-	-
債務變動	1,029	4,964	2,455	2,570	2,700
融資成本	(144)	(349)	(800)	(864)	(928)
股息	-	-	-	-	-
其它	(711)	(1,215)	300	502	-
融資活動所得現金流	809	3,699	2,003	2,208	1,772
現金增加淨額	101	643	81	427	(1)
年初現金及等價物	108	213	947	1,028	1,454
外匯差異	4	91	-	-	-
年末現金及等價物	213	947	1,028	1,455	1,453
已抵押銀行存款	61	-	-	-	-
受限制現金	18	206	194	266	383
資產負債表現金	292	1,153	1,222	1,721	1,836

来源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入結構 (%)					
電力銷售	32.9	27.8	26.5	26.5	26.5
電價調整	67.1	72.2	73.5	73.5	73.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
利潤指標 (%)					
毛利	34.3	37.0	46.2	55.6	56.2
稅前利潤	131.4	59.2	10.9	6.7	7.2
淨利潤	66.4	57.2	9.4	5.5	5.9
核心利潤	(1.9)	(19.8)	(41.3)	(0.6)	5.9
有效稅率	-	-	-	4.9	7.1
增長 (%)					
收入	n/a	70.0	50.0	70.0	20.0
息稅折舊前利潤	n/a	70.0	50.0	80.0	20.0
稅前利潤	n/a	80.0	80.0	100.0	20.0
資產負債比率					
流動比率(x)	0.4	1.0	0.9	0.6	0.8
應收賬款周轉天數	446.7	1,156.6	767.6	559.5	544.9
應付賬款周轉天數	6,010.6	217.8	165.8	145.5	129.0
總負債/總權益 (%)	183.7	303.5	380.6	448.2	525.2
回報率 (%)					
資本回報率	17.5	17.0	3.8	3.6	4.4
資產回報率	3.5	2.8	0.6	0.5	0.5
每股數據					
每股利潤（人民幣，分）	6.17	7.96	1.80	1.76	2.26
每股股息（人民幣，分）	-	-	-	-	-
每股淨值（人民幣，分）	0.33	0.45	0.47	0.49	0.51

来源：公司、招銀國際預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

商号的财务权益及商务关系：招商局集团(即招商银行主要股东)拥有公司的财务权益，而本研究报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于发行人的市场资本值的 1%。